

法政大学学術機関リポジトリ
HOSEI UNIVERSITY REPOSITORY

ROEの長期観察によるわが国企業の財務体質の実態 解明

著者	白田 佳子
出版者	法政大学イノベーション・マネジメント研究センタ ー
雑誌名	イノベーション・マネジメント
巻	14
ページ	1-14
発行年	2017-03-31
URL	http://doi.org/10.15002/00021272

<論文>

ROE の長期観察によるわが国企業の財務体質の実態解明

白田佳子

要旨

2014 年 8 月に経済産業省から公表された『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』最終報告書では、他国と比較しわが国の ROE が低く、「最低限 8% を上回る ROE を達成することに各企業はコミットメントするべきである」との指摘がなされている。また 2014 年度の『生命保険協会アンケート調査結果』では、企業は「自社の ROE 水準に対して、課題意識を持っている」ことが報告されている。ちなみに、ROE は債務超過に陥った企業は算出できないなど、その他の財務指標と異なり非常に不安定な構造をもつ指標である。また、国による会計制度の相違により指標の構成要素である純資産の内容が異なることから、そもそも、ROE を他国と比較することも困難である。そこで本研究では、長期にわたる経済環境の変化にも注目しながら、時代ごとの ROE 及び付随する財務指標を分析することで、わが国企業の財務体質を明らかにし、ROE がわが国企業の収益の効率性を評価するのに適した指標であるかを考察する。なお、分析に際しては 1971 年から 2013 年の間の 42 年間にわが国の証券取引所一部、及び二部に上場していた企業を格付けし、各年、各格付け別に ROE 及びその構成要素となる財務指標の推移を観察した。

キーワード：ROE、財務構造、投資判断、利益率、財務レバレッジ

Abstract

According to the Final Report of the Ito Review “Competitiveness and Incentives for Sustainable Growth: Building Favorable Relationships between Companies and Investors” Project announced in August 2014, return on equity of Japanese firms is lower than that of other countries. And Japanese firms responded to the 2014 questionnaire of The Life Insurance Association of Japan that they had to increase their ROE ratio. It should be mentioned that ROE is a very tricky financial ratio because it cannot be calculated in some kinds of firms, such as those in insolvency. And ROE cannot be compared country-to-country because the structure of owner's equity is different in each country. In this research, we attempt to analyze tendencies in the financial structure of Japanese firms while also paying attention to changes in the economic environment. The purpose of our research is to confirm whether ROE is a suitable financial index to measure actual return of firms. For our research, we analyzed all listed firms in Japan for 42 years between 1971 and 2013. We rated all firms in each year and analyzed ROE and the original financial number in each rating.

Keywords: Return on equity, Financial structure, Investment Decision-making, Profitability, Financial leverage

1. はじめに

かつて企業の財務分析と言えば、流動比率、固定長期適合率、自己資本比率や損益分岐点といった指標を用いて、経営の安全性や効率性を評価することが一般的であった。つまり経営の安定的な継続可能性を評価しようとするもので、その視点は資金の借入先である金融機関や取引先の与信管理目的が主流であったと言える。わが国では、借入先からの資金が途絶えれば、すぐに経営の継続が危うくなることが一般的であったし、また一度売掛金などの資金回収が滞れば連鎖倒産の発生も懸念されたからである。これには売掛金の支払いサイクルが長く、また、海外ではほとんど利用されていない手形による取引が一般化している日本独特の商習慣も背景にある。一時的な利益よりも、資産の担保力が高く評価された。

一方欧米、特に米国の企業経営者は、常に出資者たる株主の視点で企業を評価することを余儀なくされてきた。米国では借入は直接金融である社債発行が一般的であり、金融機関からの間接金融と異なり、一度社債により資金調達を行えば、償還期限前に償還を求められることはない。さらに、安い金利で長期債を発行することができれば、企業は長期にわたり安定経営を続けることが可能となることから、日々変動する株式市場における株価もさることながら、債券の償還能力を評価する格付けを重視する傾向にある。格付けは、債券の償還可能性によってランキングされるものであるから、当然に継続的に利益を上げ、安定的に配当を維持する企業の債券格付けは高まる傾向にある。よって経営者には、出資者である株主への還元率の代替とも言える指標である、純資産利益率=Return on Equity（以下、ROE と呼ぶ）を常に高めようとするインセンティブが働くのである。

近年、わが国でも ROE に注目が集まるようになってきている。例えば、日本取引所グループが 2014 年 1 月から公表を開始した「JPX 日経インデックス 400」スコアリングには、ROE が組み込まれている。この「JPX 日経インデックス 400」は、投資家の意思決定を支援する情報として提供が開始されたものである¹。この背景には、現在のわが国の上場株式への投資者の 29.8%²が海外からの投資家であることも関係していると思われる。ちなみに、スコアリングにおける ROE の寄与割合は 40%³であり、スコアリング決定に ROE が重要な要素として組み込まれていることがわかる。このようにわが国でも、昨今、ROE という指標が企業を評価する指標、特に企業への投資判断における重要な情報であるかの如くに語られるようになってきた（砂川 2016）。

¹ 年金積立金管理運用独立行政法人では、「JPX 日経インデックス 400」を投資のベンチマークとして採用することを公表している。

² 東京・名古屋・福岡・札幌各証券取引所「2015 年度株式分布状況調査の調査結果について」2016 年 6 月 20 日公表。

³ 日本取引所グループ「JPX 日経インデックス 400」では、東証上場銘柄（市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQ）から 400 社を選別、①3 年平均 ROE（割合 40%）②3 年累積影響利益（割合 40%）、③選定基準時点日における時価総額（割合 20%）各々の指標について、起点日 2013 年 8 月を 1000 とし 3 年間の平均に定性要素を加味した上でスコアリングを行っている。

2. 問題提起

ROE は、米国の化学会社デュポン（Du Pont）が開発した、デュポン分析を利用することにより、売上高当期利益率、総資産回転率、そして財務レバレッジに分解し、企業の収益力を総合的に測ることができる指標であるとされている。つまり、ROE の高い企業は収益力が高く、投資に向いていると解釈することができる。ちなみに、売上高当期利益率は収益性、総資産回転率は資産の回転率、また財務レバレッジは負債の割合を表す指標である。計算上、財務レバレッジを高めれば ROE が上昇すると一般では説明される。当然この説は、理論上は誤りではないが、それは数値計算上でのことでしかない。財務レバレッジが高い、つまり負債割合が大きく、純資産割合の小さい企業は ROE が高くなる傾向にあるが、そのような企業が真に投資に向いていると拙速に結論づけることができるかどうかは疑問である。

財務数値を数式に割りあてて求める指標は、時として一人歩きをし、利用者を誤導してしまうことがある。つまり財務指標は、必ずしも企業実態に合致しない場合があることを忘れてはならない。例えば、わが国では上場企業の中に、毎年 10 社程度債務超過の企業が存在する。現在の東京証券取引所の上場規定では、2 年間連続して債務超過となると、上場廃止となる⁴。つまり一期決算で債務超過となっても、1 年以内に債務超過状態を解消できれば上場は維持できることとなっている。ところで、債務超過の企業の負債依存度は 100% であり、計算上の財務レバレッジはマイナスとなる。また債務超過には至らないまでも、「資本金＋資本剰余金合計」が純資産合計額より少ない上場企業（つまり払込資本がマイナスの企業）は、近年全上場企業の 5% から 6% 程度存在している。これらの企業では投下した資本がすでに失われている訳であるから、ROE を算出することはできない。つまり、全ての企業が ROE をデュポン分析による 3 つの視点から分解することができる訳ではないのである。同様に算出が困難な指標として、債務超過企業における固定比率などがあげられる。債務超過企業における固定比率は、計算結果上はマイナスとなる。しかし同比率は低い程優良とされゼロが最も安定企業と評価される指標である。つまり債務超過企業においては、固定比率は算出できない、つまり欠測値とすべきなのである。このように一部の財務指標は（数学的には計算が可能であっても）、企業実態の評価に適用することはできない。

ROE は、株主が投下した資金の現在価値からどの程度の利益を生み出したかを求める指標であるから、債務超過の企業では投下された資金は使い果たしており（企業はすでに株主のものではない）、ROE の算出根拠がない。また、前述の通り「資本金＋資本剰余金」がマイナスの企業について考えてみれば、計算上は値を算出することは可能だが、ROE を求めることに意味はない。なお、日本を含む多くの国では、債務超過に陥っても倒産処理を申請するかどうかは経営者に委ねられており、企業側が自主的に倒産申請をしない限り、企業としては存続し続けることが可能である。このことから債務超過企業や払込資本に欠損が生じている企業であっても、日々の取引は継続されることを意味している。時として、安易に表計算ソフトなどを用いて同一の計算式により ROE を算出すれば、当期純損失を計上している債務超過企業の ROE は、優良会社と同様の外観を呈することとなる。このように、ROE の利用については、指標の構成要素である純資産額や当期利益の状況を確認することが重要である。

⁴ 東証上場廃止基準「債務超過の状態となった場合において、1 年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき（原則として連結貸借対照表による）」。

前述の通り、企業の財政状態によっては、単純な計算式では「株主資本を投下して得られたリターン」としての ROE を求めることはできない。コンピュータ処理が高速化し、大量の情報が一度に加工、分析できるようになったことから、本来の意味を表さない誤った値が大量なデータに混在し、歪んだ平均値や中央値を提供し情報利用者を惑わせている。

このように、ROE は非常に不安定な構成要素をもつ指標である。さらには、当然国によって会計基準が異なることから、純資産の構成要素も大きく異なるケースが見られるようになってきており、結果、ROE を国同士で比較することすら意味がないものとなっている。2014 年 8 月に経済産業省から公表された『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』最終報告書では、他国と比較しわが国企業の ROE は低く、「最低限 8%を上回る ROE を達成することに各企業はコミットメントするべきである」との指摘がなされている。また 2014 年度の『生命保険協会アンケート調査結果』では、企業は「自社の ROE 水準に対して、課題意識を持っている」ことが報告されている。しかし、そもそも「他国と比較しわが国の ROE が低い」と判断された際のデータは、他国との比較可能なデータであったのだろうか。

そこで本研究では、長期にわたるわが国上場企業の財務数値を分析し、経済環境の変化にも注目しながら、わが国上場企業の ROE がどのような推移を見せてきたかを観察する。わが国企業の ROE に変動をもたらす要因（わが国企業の ROE が他国と比較して低いとされる要因）を、同時期の ROE の構成要素たる純資産や利益率の変化と比較・観察することにより明らかにする。なお、検証に際しては 1971 年から 2013 年の間に証券取引所に上場していた企業の 85,000 期超の有価証券報告書から得られた財務数値を使用し、各年全ての上場企業の ROE、売上高利益率、自己資本比率（＝純資産比率）を求め変化を観察する。

3. 先行研究

ROE がどのような要素によって変動するのかを分析した研究に Reilly (1997) がある。Reilly (1997) は、1956 年から 1995 年までの 40 年間のデータを分析し、ROE を変動させる主因は、インフレーションといった外的要因であると結論づけている。この研究は、長期にわたるデータを分析することにより、企業財務へのマクロ的影響を分析した大変興味ある研究である。本研究も時代は異なるが、1971 年から 2013 年という 42 年間の長期データを利用している点、また 1971 年はわが国が高度成長期と呼ばれる時代に入り、5%台のインフレ率から 1974 年には 20%を超えるインフレ率を経験していることから、Reilly (1997) は、本研究との対比において非常に参考となる先行研究である。

なお、松本 (2015) は、「自社株買い」により分母を減らすことで、ROE を改善する実態を指摘し、ROE を算出する上での分母となる純資産については、出資者である親会社や株主に帰属する部分のみをベースに考えるべきだと指摘している。また、EDGAR において米国企業の財務データを観察すると、自社株買いにより分母を小さく見せている企業が多く、自社株買いをしていないと仮定すると、ROE が 5%程度の企業も存在する⁵。つまり、

⁵ 例えば、米国コカ・コーラ社の 2015 年度の財務報告によれば、同社は払込資本金の 4.6 倍もの留保利益を確保しながら、同留保利益の 70%に相当する額を自己株取得に充てることで純資産総額を圧縮し 11%以上の ROE を維持している。同社がもし自己株を取得していなければ、同社の ROE は 4.2%に過ぎない。

米国の企業であっても、安定経営を続ける企業は純資産（留保利益）が豊富に積みあがっており、そのまま算出すれば ROE が低くなることは否めないという点では、わが国企業と変わらないと言えよう。

また、松本（2015）が指摘するように ROE を算出する際には、分母となる Equity（株主資本）としてどの値を用いるかで、算出結果が大きく異なることとなる。つまり、純資産を使用するのか、株主資本を使用するのか、純資産から新株予約券と少数株主持分（非支配株主持分）だけを控除した値を使用するのかである。本問題を、鈴木（2006）は詳細に分析している。一般的には、純資産から少数株主資本と転換社債（新株予約券）を削除するという算式が広く用いられており、決算短信などもこの算式に従って値が開示されている。ただし、ROE という概念から考察した場合に、何が正解かは明確ではなく、その点でも海外における同指標との比較において疑問が残る。ちなみに前述の通り、わが国上場企業の 5% から 6% はすでに、出資者に帰属する「資本金＋資本剰余金」に欠損が生じていることから、これらの企業については ROE を求める意味はないと言える。

なお、企業倒産の研究として最も著名な Altman（1968）の研究では、財務諸表上の純資産額の代替として、「株の時価」に「発行株式数」を乗じた値を用いて純資産の時価額を求め、「純資産の時価／負債（簿価）」という指標を構築し、モデルに採用している。財務レバレッジの時価版である。純資産の時価額は、簿価上債務超過の企業であっても、上場企業として株が市場で取引されていれば（株価がついていれば）求めることが可能であり、この値を用いて ROE を算出することが、真の ROE であるとも言えるのではないだろうか。この算出方法であれば、世界中の企業を比較することが可能であるし、わが国のように異なった要素が混在する「評価差額金」⁶などが純資産に含まれている企業であっても、市場価値という意味で適正な純資産額を求めることができる。またこの計算式で求めた純資産額を使用すれば、国を越えて比較可能な ROE を求められると言えよう。さまざまな研究者が、Altman（1968）の論文を引用しながら、Altman による純資産の考え方を正しく引用している日本の研究者はほとんどいない。このような純資産の時価による算出結果こそが、真の株主資本と呼べる値を示すものであり、1 つの理にかなった値と評価できよう。

上記の通り ROE は不確実な指標であるから、広木（2014）は、投資目線からリターンを予測できる指標は「高 ROE」ではなく「低 PBR」であると結論づけている。

⁶ 純資産の部に計上される「再評価差額金」には、毎年期末に時価に再評価されるためにその差額が計上される「その他有価証券評価差額金」や「為替換算調整勘定」などの他に、平成 10 年 3 月 31 日法律第 34 号、最終改正平成 15 年 5 月 30 日法律第 54 号により一度限りの再評価が認められたものの以降の再評価は認められていない「土地再評価差額金」とが混在している。また「土地再評価差額金」は任意適用であったため、計上していない企業も多く存在することから純資産額の企業間の比較可能性は低いと言える。

4. 実証分析

4.1 利用データ

本研究における利用データは、1971 年から 2013 年の間に東証第一部、及び第二部に 2 期以上連続して上場していた企業の個別財務諸表データである。最終的に使用した財務データは表 1 の通りである。なお、個別財務諸表データを使用した理由は、連結財務諸表が主たる財務諸表としてわが国に採用されたのは 2000 年から⁷であり、連結財務諸表データには、長期にわたる比較可能性がないことによる。また、わが国企業では、連結財務諸表を作成していない企業が相応に存在し、連結財務諸表を採用することによりサンプルデータ数が少なくなる懸念もある。

さらに、1971 年からのデータを採用したのは、1971 年 8 月の米ドルの金交換停止によりブレトン・ウッズ体制⁸が崩壊し、同年よりわが国も 1 ドル 360 円という固定為替相場制を維持できなくなった⁹からである。加工貿易国と言われ輸出に頼っていたわが国は、それまでは固定為替相場制により、安定収入を確保することが保証されていたが、1971 年からわが国も、国際競争にさらされるようになったのである。さらに 1973 年 3 月からは、わが国は完全な変動為替相場制に移行している。よって国としての真の実力を他国と比較するには、変動為替相場制に移行した 1971 年からのデータを観察することが適していると判断した。

なお近年、日経ニーズなどが提供する財務データを利用する研究が散見されるが、これらの商用データベースは独自の解釈でデータを加工しているケースがあり、データの比較可能性に疑問が呈される。よって本研究では、開示された有価証券報告書記載のオリジナルの数値を筆者自らが抽出し、各勘定科目の内容を確認しながら指標を算出した上で分析に利用した¹⁰。

⁷ 連結財務諸表制度は、有価証券報告書などの添付書類として、昭和 52（1977）年 4 月 1 日以降に開始される事業年度から導入されている。大蔵省は昭和 56（1981）年 4 月に連結財務諸表規則の一部改正を行い、昭和 58（1983）年 4 月 1 日以降に開始される連結会計年度から持分法を全面的に適用することとした。また日本で連結財務諸表が主たる財務諸表として取り扱われるようになったのは会計ビックバンと呼ばれる時期を経た 2000 年 3 月期からであり、支配力概念が導入されたのもこの年である。よって、それ以前からのデータを比較する本研究では、比較可能性を考慮し、個別財務諸表からデータを抽出した。

⁸ 第 2 次大戦後、アメリカとイギリス両国が中心となって構想し設立した国際通貨体制の名称。1944 年 7 月 22 日、アメリカのニューハンプシャー州ブレトン・ウッズにおいて連合国通貨金融会議が開催され、通常ブレトン・ウッズ協定（The Bretton Woods Agreements: Articles of Agreement of the International Bank for Reconstruction and Development）が締結された。

⁹ 1971 年 8 月までは 1 ドル 360 円、年末終値は 315 円と 4 カ月で 12.5%も円相場は上昇している。

¹⁰ 企業の開示した有価証券報告書記載の財務データは、日本政策投資銀行の設備投資研究所が提供する「企業財務データバンク」から入手した。なお本データは、上場企業が公開する有価証券記載の財務データを加工せずに直接 CD に納めたものであり、EDINET から直接入手するデータと同一のものである。

表1 サンプルデータ（1971年～2013年別データ件数：上場企業）

年	件数	年	件数	年	件数	年	件数
1971	1,340	1983	1,644	1995	2,219	2007	2,494
1972	1,378	1984	1,651	1996	2,312	2008	2,437
1973	1,406	1985	1,677	1997	2,374	2009	2,392
1974	1,442	1986	1,703	1998	2,428	2010	2,348
1975	1,477	1987	1,751	1999	2,468	2011	2,306
1976	1,495	1988	1,803	2000	2,498	2012	1,880
1977	1,530	1989	1,887	2001	2,533	2013	1,880
1978	1,546	1990	1,954	2002	2,539	合計	85,305
1979	1,563	1991	2,016	2003	2,519		
1980	1,442	1992	2,050	2004	2,497		
1981	1,601	1993	2,071	2005	2,501		
1982	1,625	1994	2,128	2006	2,500		

（注）上場 1 期目の企業、上場廃止基準に抵触している企業、翌年倒産した企業は除く。

（出所）筆者作成。

4.2 分析手法

分析に際しては、財務数値のみを比較するとともに、同時期の経済環境と比較するために、消費者物価指数、株価時価総額などのデータも収集し、ROE の推移とこれらの指標の傾向とを比較することとした。また、財務指標の分析は、以下の手順で実施した。

- (1) 全サンプルデータについて SAF モデル（白田 2008）¹¹を用いて SAF 値を求めた。SAF 値の算出に際しては、2 期分のデータが必要なため、1 期分しかない（上場 1 年目、および倒産などによる翌年上場廃止）企業は対象から除外した。
- (2) データを年別に分け、年ごとに SAF 値の高い順に並べ替えた上で、次の区分により格付けを行った。格付けは 5 段階格付けであり、SAF 値上位 5%の企業群を AA 格付け、上位 5%から 25%までの企業群を A 格付け、上位 25%から 75%までの企業群を BB 格付け、下位 25%から下位 5%の間の企業群を B 格付け、そして下位 5%の企業群を C 格付けとした。格付けに際しては、財務データが年代により経済環境の変化の影響などを受けて変動するため、各年別に上位 5%点、上位 25%点、下位 25%点、下位 5%点の SAF 値を求め直し、年ごとに各格付けの閾値を決定した上で、企業を格付けした。よって同じ SAF 値でも年によって格付けが異なることもある。
- (3) 全分析期間における全企業の財務データから、ROE その他関係する財務指標を算出し、各年の格付け群ごとに各指標の中央値を求めた。ただし、前述の通り ROE は債務超過企業の場合は欠測値とする必要がある。格付け C（下位 5%）の企業群の中には、債務超過企業が含まれているため、格付けの閾値を決定する際には格付け C の企業群も含め

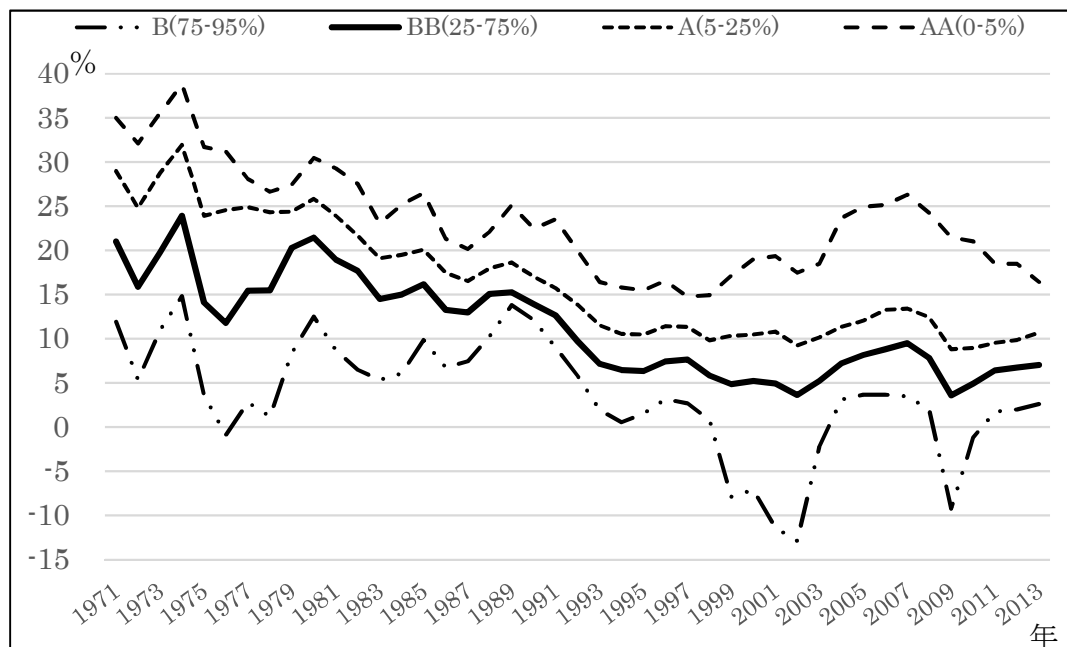
¹¹ 白田（2008）によると SAF モデルは企業倒産を予知するモデルとして開発されたモデルだが企業格付けに応用できることが検証されている。みずほ証券（2001）によると Moody's 及び S&P の格付けに高い説明力をもつ財務比率の上位 3 比率は同じであり、そのうち 2 指標が SAF モデルに採用されている指標と同じであった。

ているが、グラフ化などの際にはC格付けの企業はあえて対象外とした。ちなみに、BB格付けは、上位25%から75%の間の企業群、つまり当該年の全上場企業の中央50%に該当するグループであるので、この格付け群の中央値は、同年の全上場企業の中央値に相当することとなる。

4.3 分析結果

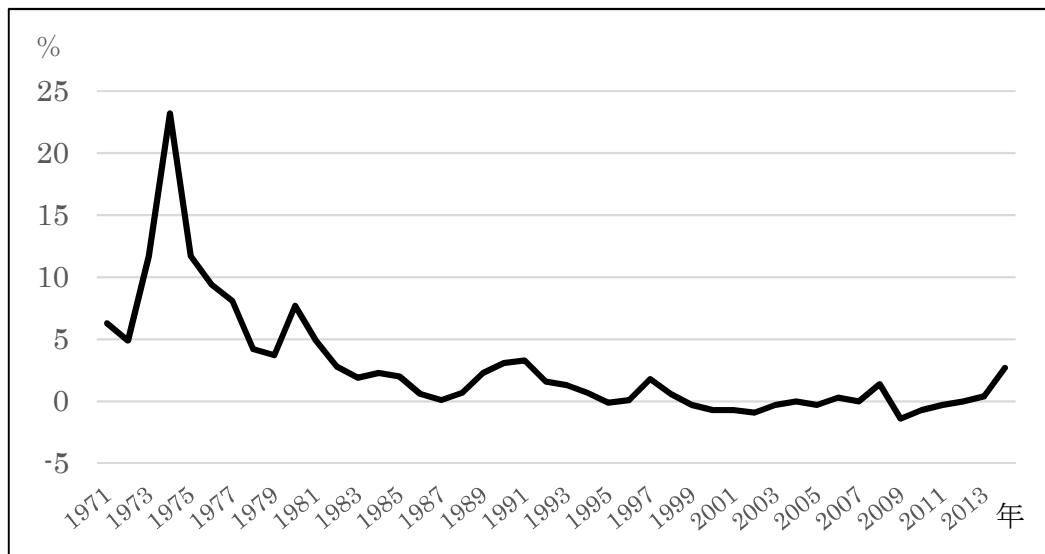
図1で確認できる通り、格付け別ROEを時系列に観察すると、1971年から1974年のオイルショックまでのわが国企業のROEは、上場企業全体の中央値(BB格付け中央値)で、21%から23%の値をつけており、また格付けAA群のROE中央値は、34%から38%であった。このように高度成長期にあった1970年代初頭のわが国企業は、近年とは比較にならない高いROEを計上していたことがわかる。一方、バブル経済誇張期である1990年頃から、わが国企業のROEは下降を始め、2000年頃から近年まで若干の変動は見られるものの、1970年代のような大きな上昇、下降は見られずに8%から10%の間で推移し、現在に至っている。なお、図2で示した消費者物価の推移では1973年に最も高い値を示し、以降下降しているが、下降曲線の変動傾向は、株価の時価総額やその他の経済指標の変動パターンと比較しても、わが国上場企業のROEの変動と最もよく似たトレンドを示している。これにより、Reilly (1997) の、「ROEを変動させる主因は、外的要因である」との研究結果を肯定する結果となったと言える。

図1 上場企業格付け別ROEの推移 (1971年～2013年)



(出所) サンプル企業有価証券報告書記載財務データより筆者作成。

図2 全国消費者物価指数（1971年～2013年）

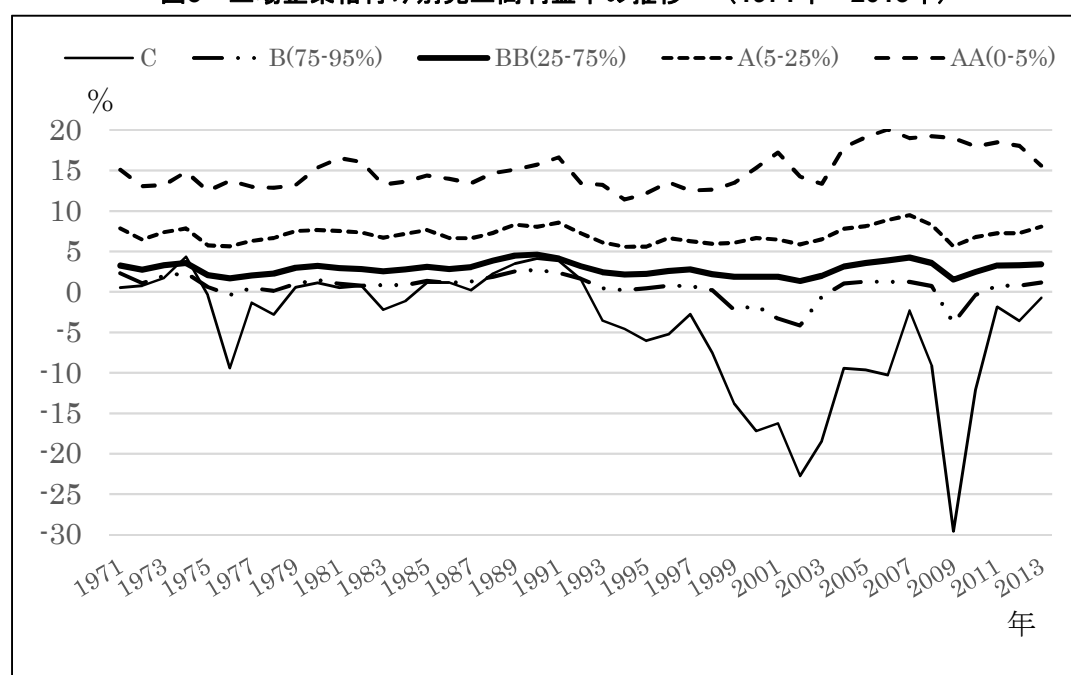


（出所）総務省統計局「全国消費者物価指数」時系列データより筆者作成。

(1) ROEへの当期純利益の影響

ROEの変動要因は、分子である当期純利益の増減、分母である純資産の増減、あるいは、それらの組み合わせによって起こるものである。そこで、同時期の売上高利益率の推移を観察した（図3参照）。当然に1971年と2013年とを比較すれば、売上規模は金額ベースでは大きくなっているはずである。しかし、売上の上昇とともに、製品原価、販売管理費も比例して上昇していることから、売上高利益率はほとんど変化していないことが確認できる。ROEが42年間に半分以上に下落しているにもかかわらず、上場企業の95%（格付Cグループを除く他の企業）は、売上高利益率に変化がないことが確認できる。このことから、ROEの下落要因が、算出式の分子にあたる当期純利益の変化ではないことが推察できる。無論、ROEを算出する際には、比率ではなく実際の当期純利益額を用いるのであるから、売上高利益率が変動していないことをしてROEの変化に利益が貢献していないことを証明することはできない。しかし、ROEに対して「株主へのリターン」を計測する指標としての期待が高いのであれば、ROEの変動と売上高利益率も、相関して上昇することが期待される。つまり、企業経営では、売上規模が拡大するとともに、販売管理費を効率よく運用することで、売上高利益率を上昇させることによる経営改善が期待される。しかし経済環境が大きく変化した長期間を観察した結果では、わが国企業は売上規模が拡大しても、売上高利益率にはほとんど変化がないことが確認された。

図3 上場企業格付け別売上高利益率の推移 (1971年～2013年)



(出所) サンプル企業有価証券報告書記載財務データより筆者作成。

(2) ROEへの純資産の影響

前述の通り ROE の算出において分母となる純資産にどの値を用いるかは慎重な議論が求められる。なお、現在のわが国企業の純資産の部は、株主資本とその他の包括利益¹²、新株予約権、非支配株主持分（旧少数株主持分）によって構成されている。多くの場合、ROE を算出する際には純資産合計を用いる、または純資産額から、新株予約権（以前は転換社債として、負債項目と資産の部の間に表示）と非支配株主持分を控除する計算式が一般的である。一方本研究では、あえて純資産額全体を分母に用いて ROE を求めた。これは、ROE の変化が、会計基準の変更の影響をどの程度受けたのかを、明らかにするためである。長い分析期間においては、会計基準の度重なる変更により、株主資本の構成要素が大きく変化している。この影響についても観察したいと考えたからである。

表 2 は、BB 格付けグループの中央値（各年全上場企業中央値）における各指標間の相関係数である。ROE は、売上高利益率との相関は低く、一方、分母である純資産比率（自己資本比率）と高い逆相関を示していることが確認できる。そこで、自己資本比率¹³の時系列変化を観察した（図 4 参照）。

¹² その他の包括利益とは、包括利益のうち当期純利益（親会社株主に帰属する当期純利益）及び少数株主損益（非支配株主に帰属する当期純利益）に含まれない項目を言う。連結財務諸表におけるその他の包括利益には、親会社株主に係る部分と少数株主（非支配株主）に係る部分が含まれる。なお、その包括利益の代表的勘定科目として、その他有価証券評価差額金、繰延ヘッジ損益、為替換算調整勘定、退職給付に係る調整額、持分法適用会社に対する持分相当額などがあげられる（平成 25 年 9 月 13 日改定「連結財務諸表に関する会計基準」及び「包括利益の表示に関する会計基準」）。

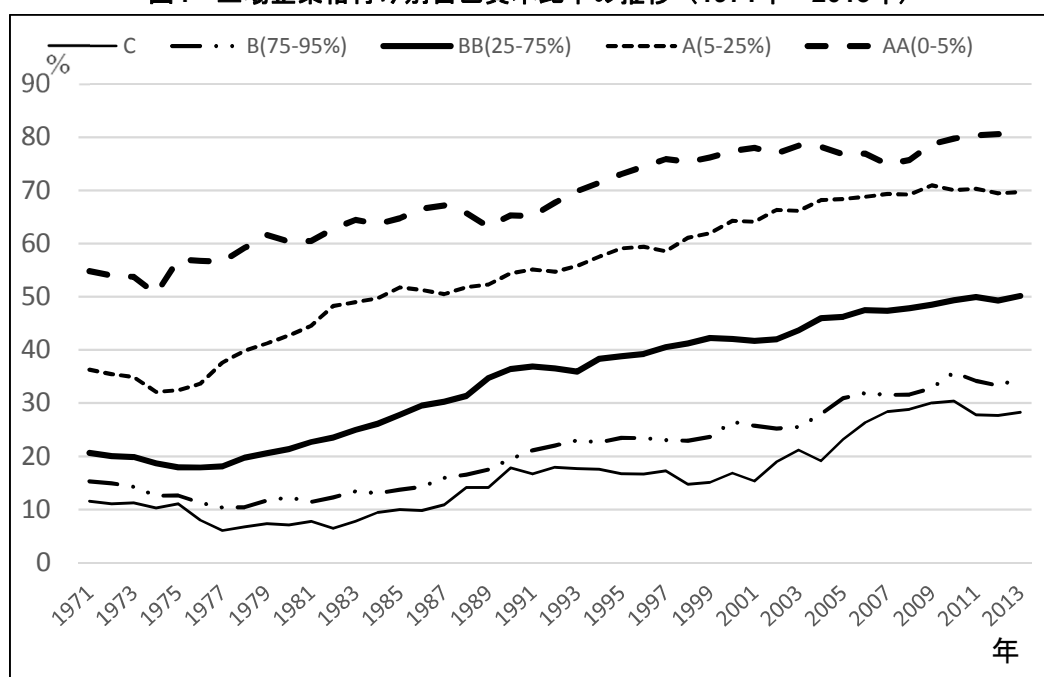
¹³ 「純資産比率」という言葉は一般的ではないので、ここでは「自己資本比率」という言葉を用いているが、純資産の総資産に占める割合を指している。

表2 BB格付け中央値（全上場企業中央値）におけるピアソンの相関係数

	ROE	ROA	自己資本比率	総資本留保利益率	売上高利益率
ROE	1	0.7207	-0.8528	-0.8084	0.3883
ROA	0.7207	1	-0.3157	-0.2756	0.8916
自己資本比率	-0.8528	-0.3157	1	0.9813	0.0729
総資本留保利益率	-0.8084	-0.2756	0.9813	1	0.1001
売上高利益率	0.3883	0.8916	0.0729	0.1001	1

(出所) 指標間の相関分析出力結果。

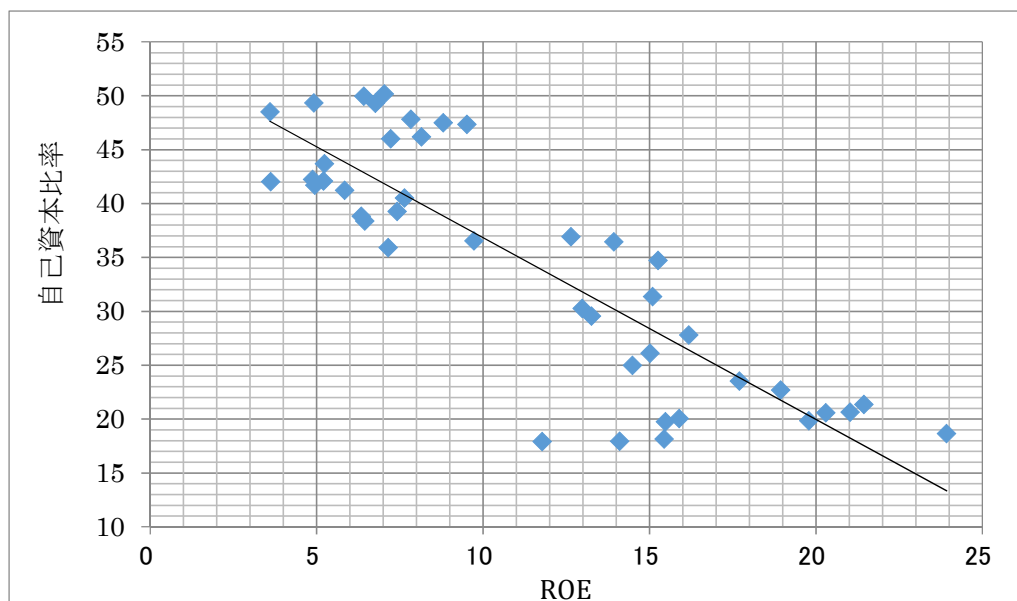
図4 上場企業格付け別自己資本比率の推移（1971年～2013年）



(出所) サンプル企業有価証券報告書記載財務データより筆者作成。

図4で確認できる通り2013年における、自己資本比率の全上場企業中央値（BB格付け中央値）は50%を超えており、また、AA格付け中央値では80%を超えている。また、最も低いC格付け（上場企業下位5%企業）の中央値でも自己資本比率は20%を超えていることが確認できる。1971年からの自己資本比率の推移を観察すると1973年から1975年のオイルショック時代に若干の下降が見られるものの、2013年まで上昇を続けている。また、BB格付け（全上場企業中央値）におけるROEと自己資本比率とのスピアマンの順位相関を観察したところ、図5の通り明らかな逆相関を確認することができた。これらのことから、わが国企業の低いROEは、他国に類を見ない高い自己資本比率よってもたらされていることが確認できる。

図5 BB格付け（上場企業平均）におけるROEと
自己資本比率のスピアマンの順位相関



（出所）自己資本比率と ROE との相関分析出力結果。

(3) ROEへの会計基準変更の影響

図 1 に於ける ROE の推移のうち、BB 格付けグループの中央値を観察すると、バブル経済崩壊以降 1991 年から 1995 年頃まで ROE は下落を続けており、一方図 3 を確認すると同時期、売上高利益率も BB 格付け中央値で 4.11% から 2.23% へ下落していることが確認できる。最終的には 2002 年には売上高利益率は 1.34% まで下落している。また ROE についても、2000 年ごろから下落し始め 2002 年には 3.62% まで下がっている。

したがって、バブル経済という特異な期間については ROE の下落要因として利益の減少が関係しているものと推察される。しかし、その他の期間については、ROE への利益の影響は確認できなかった。一方、純資産の変動の ROE への影響について、会計基準の変更という視点から検討を行なった。

白田（2005）では、2000 年を中心に行われた会計基準変更により純資産の部にどのような影響があったかを、2001 年決算期から 2004 年決算期までの合計 9,638 期分のデータを分析して検証している¹⁴。その結果、「再評価差額金」及び「繰延税金資産」の計上が純資産の部のかさ上げに大きく貢献していることが検証されている。このような会計基準の変更が、ROE の分母である純資産額を誇張させ、結果 ROE 比率を押し下げる要因となっていることが推察される。ちなみに、自己資本比率の算出では、前述のような新たな会計基準の導入による数字のかさ上げは、純資産にのみ影響を与えるのではなく、当然に総資産額にも同額が加算される為、自己資本比率への影響は、ROE への影響程は大きく表れていない。

これまで述べてきた通り、各国が採用している会計基準によって純資産の部の構成要素には大きな相違がある。このような相違点について、正しく理解しないまま ROE を算出し、数字のみをコーポレート・ガバナンスコード報告書へ記載している企業が散見される。し

¹⁴ 各年のデータ数は、2004 年は 2,017 件、2003 年は 2,452 件、2002 年は 2,519 件、2001 年は 2,560 件。

かし企業は、自社の ROE が他国企業と比較してなぜ低いのか（または、高いか）について ROE の構成要素を詳細に分析した上で、その内容を明確に投資家へ説明する責任があると言えよう。

4.4 考察

42 年間という長期間にわたるデータを用いて、わが国上場企業の ROE の変化を観察した。その結果、ROE の変化を経済関連指標の変化と比較すると、Reilly (1997) の研究結果同様、図 2 で示した消費者物価指数の傾向と似ていることが確認できた。ちなみに 1989 年のバブル経済誇張期は、消費者物価指数は 5% 台の低いまま推移しており、企業の投下資本と売上高との間のバランスは一定のままである。これに対し、1970 年代初頭のわが国では、一般勤労者の給与は年間 25% 以上上昇し、消費が拡大することによる物価高騰が続いた。企業の純資産、特に留保利益はまだ十分に積みあがっていない時代であったが、企業の単年度の売上高は急速に増大し、さらに設備投資額も同時に急速に拡大した。このことから売上高利益率には変化は見られないが、利益の金額ベースでの上昇率は高く、結果 ROE が高い値を示す結果となっていると推察される。なお、1971 年の全上場企業の自己資本比率中央値（BB 格付け群中央値）は 20% 以下であり、その傾向は 1979 年のオイルショックまで続いていたことが確認できた。

一方、2013 年の上場企業の自己資本比率の中央値は 50% を超え、ROE との逆相関が確認できる。さらに、表 2 の相関係数を確認すると、総資本留保利益率がほぼ同じ値で ROE と逆相関にあることがわかる。このことから、わが国企業の低い ROE の真の要因は、総資本留保利益率の高さにあると結論づけることができる。

ちなみに、2013 年における全上場企業の総資本留保利益率中央値は 25% 超、AA 格付け企業群の総資本留保利益率中央値は 66% を超えている。また、わが国企業の総資本留保利益は、上場企業のみならず非上場企業においても年々高まっている。このことから、今後わが国企業の ROE が、急速に高まることはないと言えよう。

5. おわりに

本研究における分析の結果、わが国企業の ROE が低い要因が明らかとなった。また、ROE は経済が急速に誇張する時代には高い値を示し、経済が一定程度安定し企業規模の拡大が鈍化すると、経済誇張期程の高い値は示さないことが確認できた。さらに、ROE は自己資本比率や、総資本留保利益率と逆相関関係にあることが確認されたことから、留保利益が底をつき、純資産額が僅少となれば ROE は高い値を示すこととなる。そのことは言い換えれば、倒産の危険性の高い企業程、ROE が高まるとも言える。よって、ROE が高い企業が投資に適しているとは、必ずしも結論づけることはできない。

わが国の企業が「自社の ROE 水準に対して課題意識を持っている」とアンケートにおいて回答しているとしても、実際にはあらゆるリスクに対応できる強靱な体力を確保することで（留保利益を蓄積することで）、経済環境の突然の変化にも対応できる体制を構築しようとする傾向が強まっているとも解釈できる。そして、このことが、近年の世界に類をみないわが国の低い企業倒産率に繋がっている。一時の高い ROE よりも、永続的な企業発展

こそ、実はステークホルダーの望みである。本研究の結果は、現在の低い ROE を示す日本企業こそ、長期的な視点での投資に適していることを示している。

参考文献

- 砂川伸幸 (2016) 「コーポレートガバナンスとファイナンス」『監査役』, No.653, pp.8-16。
- 経済産業省 (2014) 『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」最終報告書公表』。
- 白田佳子 (2005) 「企業会計制度改革の財務分析への影響」『年報経営分析研究』第 21 号, pp.1-9。
- 白田佳子 (2008) 『倒産予知モデルによる格付けの実務』中央経済社。
- 鈴木芳徳 (2006) 「「自己資本」という問題」『商経論叢』(神奈川大学経済会) 第 41 巻第 3・号合併号, pp.67-78。
- 生命保険協会 (2015) 『平成 26 年度生命保険協会調査結果』。
- 総務省統計局 「全国消費者物価指数」時系列データ。
- 日本取引所グループ (2016) 『JPX 日経インデックス 400』。
- 広木隆 (2014) 『勝てる ROE 投資術』日本経済新聞出版社。
- 松本昇 (2015) 「株式市場における投資判断指標に関する考察」『商大ビジネスレビュー』(兵庫県立大学大学院経営研究科), 第 5 巻第 1 号, pp. 127-153。
- みずほ証券 (2001) 『Mizuho Securities Credit Commentary』01/11, p.36。
- 弥永真生 (2003) 『「資本の会計」－商法と会計基準の概念の相違』中央経済社。
- Altman, E. I. 1968. Financial raitos, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, 23(4): 589-610.
- Reilly, F. K. 1997. The impact of inflation on ROE, growth and stock prices. *Financial Services Review*, 6. 1: 1-17.
- The Bretton Woods Agreements. 1994. Articles of Agreement of the International Bank for Reconstruction and Development

白田佳子 (しらた・よしこ)

法政大学イノベーション・マネジメント研究センター客員研究員